信用评级公告

联合〔2021〕5477号

联合资信评估股份有限公司通过对山东万通石油化工集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东万通石油化工集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，并维持“PR鲁通02”的信用等级为AA⁻，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东万通石油化工集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次展望	上次级别	上次展望
山东万通石油化工集团有限公司	AA⁻	负面	AA⁻	负面
PR 鲁通 02	AA⁻	负面	AA⁻	负面

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
PR 鲁通 02	8.60 亿元	2.37 亿元	2021/11/26

注：1.债券余额的时间截点为 2021 年 5 月底，分期偿还协议将债券到期兑付日调整为 2021 年 11 月 26 日；2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
石油石化企业信用评级方法	V3.0.201907
石油石化企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府和股东支持				+2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，山东万通石油化工集团有限公司（以下简称“公司”）在规模和配套资源方面仍具有一定竞争力，期间费用控制力度有所加强，股东和政府对公司支持力度大。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到 2020 年受市场需求影响，公司营业收入同比下降，经营独立性弱，货币资金大幅减少，部分在建项目建设缓慢，对外担保问题显著等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司存续债券余额较小，EBITDA 和经营活动现金流入量对存续债券保障程度较好。

公司实际控制人王军先生为“PR 鲁通 02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。此外，本期债券抵押物账面价值依然很高，对本期债券覆盖程度很高。上述增信措施显示了公司偿债意愿，有助于增强本期债券到期偿付保障。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，并维持“PR 鲁通 02”的信用等级为 AA⁻，评级展望为负面。

优势

1. **政府及股东支持力度大。**公司控股股东的港航仓储、成品油零售等业务为公司石油化工业务提供较大支持；山东省及东营市政府协调金融机构将贷款利率执行基准下浮 50%，并协调金融机构为公司提供循环贷款，2020 年公司财务费用同比大幅减少。
2. **炼化业务保持较大规模。**跟踪期内，公司炼化业务仍保持较大规模，该业务的盈利及获现能力为公司偿债提供一定支撑。
3. **公司存续债券余额较小，EBITDA 和经营活动现金流入量对存续债券保障程度较好。**截至 2021 年 5 月底，公司存续债券本金 2.37 亿元，2020 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为公司存续债券待偿还本金的 3.41 倍和 48.32 倍。

分析师： 张　博
任贵永
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

关注

1. **经营独立性弱。**公司与关联方存在大量关联交易，受此影响，2020 年底公司货币资金较上年底下降 99.42%，应收账款较上年底增长 1008.16%。
2. **担保风险大。**截至 2020 年底，公司对外担保余额为 29.78 亿元，担保比率为 35.83%。部分被担保企业经营情况较差，公司因此涉诉较多。截至 2021 年 5 月底，公司有 10 条被执行记录、2 条被失信被执行记录。
3. **部分在建项目建设缓慢。**受资金紧张影响，公司部分在建项目建设缓慢，投产时间不确定。
4. **信用记录不佳。**截至 2021 年 6 月 28 日，公司未结清信贷及授信中，关注类贷款 47.29 亿元，不良类贷款 5.34 亿元。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	19.56	6.17	0.04
资产总额(亿元)	241.96	206.57	194.47
所有者权益(亿元)	79.59	82.43	83.12
短期债务(亿元)	93.60	91.94	76.73
长期债务(亿元)	43.70	12.18	14.48
全部债务(亿元)	137.30	104.11	91.21
营业收入(亿元)	173.56	110.87	99.86
利润总额(亿元)	7.07	0.38	1.37
EBITDA(亿元)	19.28	8.14	8.07
经营性净现金流(亿元)	6.96	0.30	0.19
营业利润率(%)	8.52	6.34	5.66
净资产收益率(%)	5.44	0.13	0.63
资产负债率(%)	67.11	60.10	57.26
全部债务资本化比率(%)	63.30	55.81	52.32
流动比率(%)	106.28	129.52	139.16
经营现金流动负债比(%)	5.88	0.27	0.19
现金短期债务比（倍）	0.21	0.07	0.00
EBITDA 利息倍数(倍)	3.38	1.84	2.77
全部债务/EBITDA(倍)	7.12	12.78	11.30
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	167.31	177.81	167.53
所有者权益（亿元）	55.77	63.90	65.84
全部债务(亿元)	55.97	88.75	76.57
营业收入(亿元)	152.14	106.57	99.83
利润总额(亿元)	7.16	8.27	2.53
资产负债率（%）	66.66	64.06	60.70
全部债务资本化比率(%)	50.09	58.14	53.77
流动比率（%）	133.03	128.09	135.10
经营现金流动负债比(%)	7.13	0.25	-0.78

注：长期应付款中有息债务计入长期债务核算

资料来源：公司财务报告

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 鲁通 02	AA-	AA-	负面	2020/6/19	任贵永、樊思	化工行业企业信用评级方法（2018）	--
16 鲁通 02	AA	AA	稳定	2016/11/18	郑鹏、赵哲	工商企业信用评级方法（2015）	--

注：2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东万通石油化工集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东万通石油化工集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

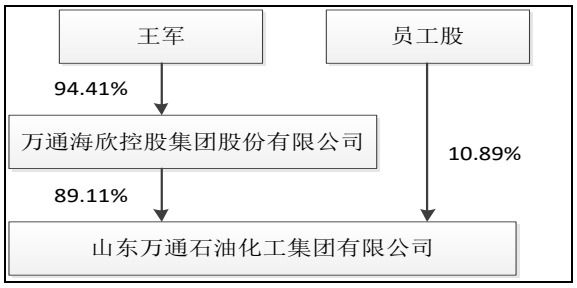
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东万通石油化工集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 1998 年 11 月 19 日经东营市工商行政管理局批准设立，注册资本 200 万元。其中，王军出资 130 万元（股权比例 65%）、孟兆明出资 50 万元（股权比例 25%）、王海军出资 20 万元（股权比例 10%）。自成立以来，公司先后经历多次股权变更和增资，截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 13.11 亿元，万通海欣控股集团股份有限公司（以下简称“海欣控股”）持有公司 89.11%的股权，公司实际控制人为王军先生，截至 2021 年 5 月底，海欣控股已质押公司 48.34%的股份。

表 1　截至 2021 年 5 月底公司股权结构图



注：2021 年 4 月 20 日海欣控股进行股权变更
资料来源：公司提供

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司合并范围子公司有 5 家，公司本部内设生产运行部、财务部、供应部、销售部等部门。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 194.47 亿元，所有者权益 83.12 亿元；2020 年，公司实现营业收入 99.86 亿元，利润总额 1.37 亿元。

公司注册地址：山东省东营市东营区郝纯路；法定代表人：刘洪涛。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“PR 鲁通 02”，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
PR 鲁通 02	8.60	2.37	2016/11/29	5 年

资料来源：Wind、公司提供

2016 年 11 月，公司发行山东万通石油化工集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）（债券简称：16 鲁通 02，债券代码：136859.SH），发行规模 8.60 亿元，票面利率 5.97%，期限为 5 年，每年付息 4 次，第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“16 鲁通 02”于 2019 年 11 月 29 日停牌，债券简称改为“PR 鲁通 02”。2019 年 11 月 29 日起至本期债券到期日，公司调整票面利率至 7.97%。“PR 鲁通 02”原为按季度付息，到期一次还本。现跟投资者签署分期偿还协议，按照分期偿还协议进行偿债。

跟踪期内，本期债券付息情况正常。截至 2021 年 5 月底，“PR 鲁通 02”债券本金余额 2.37 亿元。

表 2　截至 2021 年 5 月底债券剩余待分期兑付情况

（单位：万元）

兑付时间	兑付本金	应付利息	本息之和
2021/7/30	4228.94	315.45	4544.39
2021/8/30	4228.94	131.67	4360.62
2021/9/30	4228.94	103.05	4331.99

2021/10/30	4228.94	71.99	4300.94
2021/11/26	6766.31	41.34	6807.65
合计	**23682.09**	**663.50**	**24345.59**

资料来源：公司提供

公司实际控制人王军先生为“PR 鲁通 02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，此外，公司将子公司东营利源环保科技有限公司的 140 万吨/年连续重整装置、催化柴油汽油质量升级装置抵押给“PR 鲁通 02”全体债券持有人。2021 年 4 月 12 日，北京中天华资产评估有限责任公司出具的“中天华资评报字〔2021〕第 10343 号”评估报告（评估基准日为 2021 年 2 月 28 日）显示，140 万吨/年连续重整装置资产评估价值为 7.60 亿元，催化柴油汽油质量升级装置资产评估价值为 7.59 亿元，合计为 15.19 亿元。抵押物物对“PR 鲁通 02”剩余本息之和保障程度高。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 3　2017－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长

2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，

增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策环境经济前瞻

2020 根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

2020 年，新冠疫情蔓延全球，炼化行业受到严重影响，得益于我国严格的疫情防控措施，国内炼化行业迅速恢复，大型炼化一体项目有序推进，产业结构不断优化，行业延续了较好的发展势头。

1. 原油供应及价格

2020 年全国原油产量达到 1.95 亿吨，同比增长 1.6%，连续两年产量回升，进口量为 5.42 亿吨，同比增长 7.3%，增速较上年回落 2.2 个百分点。表观消费量 7.37 亿吨，同比增长 5.9%，增速回落 1.5 个百分点。进口依存度 73.5%，依赖度上升约 1 个百分点。

原油价格方面，国际原油价格大幅波动。2020 年初国际油价开始于 60 美元/桶水平，随后新冠肺炎疫情影响需求大减。3 月的 OPEC+会议未能达成减产协议，沙特、俄罗斯以及美国争夺市场分额，导致 4 月的油管输送能力及油库爆满，油价下跌，WTI 期货原油史上首次出

现负油价。5 月初，OPEC+开始减产 970 万桶/日后，油价逐渐回升至 40 美元/桶水平区间波动多月。11 月新冠疫苗研发实现重大突破，叠加 OPEC+决定减缓 2021 年增产速度，进一步引领油价回升。目前国际原油价格处于上升趋势且位于近五年相对高位。

图 2　2015 年以来国际原油价格走势



资料来源：Wind

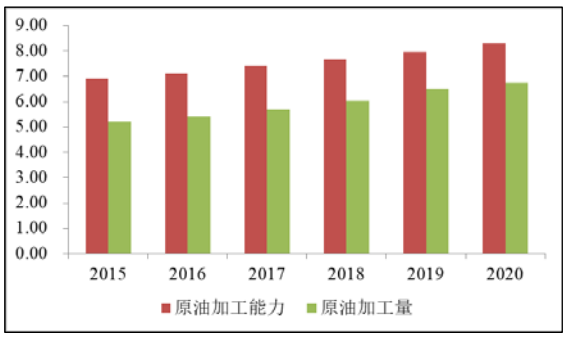
2.　原油加工

近年来，随着国内大炼化项目的推进，炼油产能的持续增长，国内原油加工量不断提升，但产能过剩问题依然突出。2020 年，国内总的炼油能力已超过 8.5 亿吨。随着炼油装置规模的扩大，2018-2020 年原油加工量由 6.04 亿吨提升至 6.74 亿吨，其中 2020 年加工量同比增长约 3%。

2020 年一季度，国内疫情爆发，产业链供应链遭受重挫，国内成品油消费大幅萎缩。炼油企业面临外运困难和库存过高的情况，企业开工率急速下降。后随着国内疫情防控效果的显现，炼油行业的开工率稳步恢复。8 月后，受全球疫情蔓延影响，国内炼厂再次面临高库存压力，炼油业开工率逐步下降。全年平均开工率 75.7%与上年基本持平。

产品结构来看，生产成品油 3.3 亿吨，其中汽油产量 1.32 亿吨，同比下降 6.7%；柴油产量 1.59 亿吨，同比下降 4.4%，油品化率（成品油产量/原油加工量）已不足 50%，“控炼增化”趋势日渐明显。虽然，得益于规模化、炼化一体化新装置的陆续投产以及落后产能淘汰，国内炼油产能利用率有所提升，但总体来看，国内炼油行业产能过剩问题依然突出。

图 3 2015 年以来国内原油加工能力及加工量



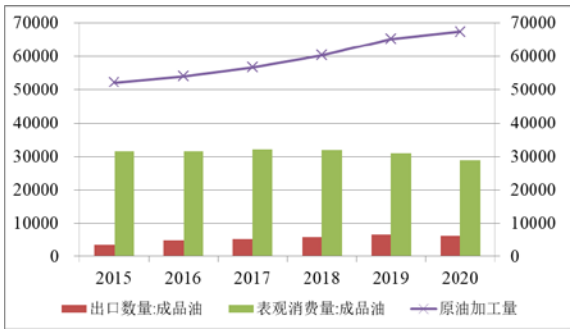
资料来源：Wind

3.　市场需求

国内成品油消费下降，出口配额管制有所放开。在宏观经济下行压力不断加大、汽车消费放缓和新能源替代的背景下，国内成品油消费呈明显放缓趋势。2020 年，在疫情冲击下，成品油消费量出现较大幅度下滑，全年国内成品油表观消费量 2.9 亿吨，同比下降了 6.8%。

出口方面，国内成品油出口实行配额管理制度，过去仅中石油、中石化等央企拥有成品油出口资质，能够获得出口配额。2020 年，浙江石化和辽宁华锦也获得成品油出口配额，国内成品油出口政策有所放开。近年来，国内成品油出口量从 2015 年的 3615 万吨增至 2019 年的 6685 万吨。2020 年，由于海外疫情控制不利，全年成品油出口小幅下降至 6183 万吨。在国内成品油需求增长乏力，产能过剩的背景下，炼厂“控油增化”压力较加大，成品油分销渠道和出口资质对于提升炼厂抗风险能力显得尤为重要。

图 4　2015 年以来成品油生产及出口情况



资料来源：Wind

4. 行业展望

未来几年，将陆续有包括盛虹炼化、浙江石化（二期）、裕龙岛炼化项目（一期）、广东石化炼化一体化项目等项目投产，预计国内原油加工能力将进一步提高。同时，随着部分落后产能通过市场化优胜略汰或者减量置换等手段退出，国内炼化行业的产业结构有望进一步优化。在成品油需求增速放缓的背景下，国内成品油过剩的趋势将进一步延续。在此过程中，拥有全产业链和终端产品市场优势的企业将具备更强的竞争力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2020 年底，海欣控股持有公司 89.11%的股权，公司实际控制人为王军先生。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有原油进口配额，炼化装置综合加工能力较大。

公司拥有 195 万吨原油进口配额，保证了原油供应稳定性。炼化装置方面，公司拥有 650 万吨原料预处理装置、60 万吨/年沥青重组分改性联合装置、120 万吨/年延迟焦化装置、80 万吨/年汽柴油加制氢联合装置、10 万吨/年气分、8 万吨/年 MTBE 联合装置、10 万吨/年加氢叠合装置、10 万吨/年芳烃精馏装置、180 万吨/年 DCC 装置、140 万吨/年连续重整装置、100 万吨/年催化柴油加氢改质装置、80 万吨/年汽油加氢脱硫装置和 30000Nm3/h 配套制氢装置。炼化装置一次加工能力为 650 万吨/年，综合加工能力 1448 万吨/年。同时，公司成品油零售拥有 8 座加油站，其中 3 座在建，1 座已经出租，3 座准备出租，剩余 1 座自营。

3. 外部支持

股东和政府支持力度大。

股东支持方面，公司股东海欣控股业务包括石油化工、港航仓储、成品油零售、热力供应、水务等。公司是海欣控股石油化工板块的运营主体，其他产业均围绕该主体运作。港航仓储产业拥有20座码头，种类涵盖液化泊位、散货泊位、客滚泊位等多种用途，吞吐能力囊括一到五万吨级，是东营港品种最齐全、能力最大的码头，另外配套拥有200多万立方米仓储罐区（其中包含100万立方米保税罐区）、107公里长输管线等，主要为公司石油化工业务提供港口航运装卸仓储运输等服务，节省运输仓储成本的同时产生客观的经济效益；海欣控股成品油零售拥有50座加油站（其中有8座加油站属于公司），覆盖东营、淄博、菏泽等地市，主要为公司石油化工业务提供成品油终端零售服务。

政府支持方面，为化解公司流动性风险，山东省委省政府通过专题会议讨论，并形成了省金融稳定发展领导小组专题会议纪要〔2020〕63号文件，要求落实公司债委会公约，公约包含银行债权人稳定融资余额、调整融资方式、贷款利率执行基准下浮50%等措施。同时东营市委市政府通过协调银行提供循环贷款、协调召开债权人会议等方式支持企业。

4. 企业信用记录

公司关注及不良贷款金额较大。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91370500706244074P），截至 2021 年 6 月 28 日，公司未结清信贷及授信中，关注类贷款 47.29 亿元，不良类贷款 5.34 亿元，关注类贷款主要系银行对于续贷方式为展期或借新还旧等贷款均调整为关注类，不良类贷款主要系部分银行准备处置贷款需要先将贷款调整为不良类然后走处置手续。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员和管理制度无重大变化。

跟踪期内，公司高管人员稳定，管理制度无重大变化，整体组织架构运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年公司营业收入和毛利率小幅下降，受需求和消费税影响，公司调整产品结构，汽油和柴油收入同比下降，沥青收入同比增加。

公司主要从事汽油、柴油、沥青等石油化工产品的销售。2020年实现营业收入99.56亿元，同比下降9.33%。从营业收入构成来看，石油炼化产品收入（包括汽油、柴油、沥青、丙烯、液化气）占比41.98%，油品贸易占比42.58%。2020年，汽油和柴油收入同比分别减少7.39%和20.68%，一方面因为成品油需求减少所致，另一方面是受消费税影响，公司减少了国企客户的成品油销售，加大了对散户的销售，产品方面增加沥青的产量，减少标准成品油生产。沥青需求增加导致其收入同比增加40.13%；液化气需求下降，其收入同比减少85.91%；燃料油是副产品，没有市场需求的情况不进行生产，且燃料油销售有消费税的影响，公司一般较少产出燃料油；受需求影响，油品贸易收入同比减少18.95%；其他收入中，2018年收入包含东营港板块和地产业务收入，已于2019年进行剥离，剩余收入为其他类油品形成的收入，2020年其他收入同比增长系公司增加了其他粗加工油品销量所致。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率为6.95%，同比下降0.34个百分点。汽油和柴油毛利率同比增加主要系原油价格下跌所致。沥青毛利率同比下降主要系受限于资金压力，公司采用快周转、低库存的薄利多销方式，以及沥青销售价格下降所致。油品贸易毛利率较高，主要系公司依托自身业务渠道在确定销售客户及核算有利润的前提下进行油品贸易。

表4 2018－2020年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
汽油	19.77	11.39	7.71	8.52	7.68	7.40	7.89	7.90	8.39
柴油	31.14	17.94	7.72	13.44	12.12	7.46	10.66	10.67	8.60
沥青	37.17	21.42	7.73	13.78	12.43	7.01	19.31	19.34	6.89
燃料油	--	--	--	0.82	0.74	5.76	--	--	--
丙烯	1.37	0.79	7.47	2.21	1.99	6.77	2.21	2.21	8.15
液化气	9.96	5.74	7.25	13.13	11.84	6.76	1.85	1.85	5.60
油品贸易	61.22	35.27	7.22	52.46	47.32	6.36	42.52	42.58	6.28
其他	12.93	7.45	31.32	6.51	5.87	16.44	15.42	15.44	6.97
合计	**173.56**	**100.00**	**9.28**	**110.87**	**100.00**	**7.29**	**99.86**	**100.00**	**6.95**

资料来源：公司提供

2. 生产经营

2020 年，公司应市场需求调整产品结构，汽油和柴油产销量同比下降，沥青产销量同比增加。

跟踪期内，公司主要生产装备无重大改变，公司一次加工能力仍为 650 万吨/年，综合加工能力 1448 万吨/年。2020 年公司原油加工量 315.51 万吨，总加工量（含原油、燃料油和沥青料）316.92 万吨。受疫情影响，公司 2020 年 3 月以后进行开工，一次加工装置利用率较低。

从产品产量来看，受产品需求结构调整影响，2020 年，汽油和柴油产量分别同比下降

30.59%和 24.52%，沥青产量同比增长 146.73%，液化气产量同比下降 66.23%。2020 年公司共产出各类产品合计 305.26 万吨，同比增长 11.21%。

表5　公司石化板块的主要产品产量

（单位：万吨）

产品	2018 年	2019 年	2020 年
汽油	32.57	29.29	20.33
柴油	55.28	35.76	26.99
沥青	128.69	22.94	56.60
燃料油	0.00	2.00	0.00
丙烯	2.54	4.02	3.84
液化气	25.31	22.18	7.49
其他	239.07	158.31	190.01
合计	**483.46**	**274.50**	**305.26**

注：“其他”主要是丙烷、石油焦、混合芳烃、MTBE 等副产品
资料来源：公司提供

表6　2019年和2020年公司主要原材料供应商情况

（单位：亿元、%）

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2019 年	中国联合石油有限责任公司	30.63	24.99
	东营市利通沥青化工有限责任公司	19.23	15.69
	青岛华锦祥润石油化工有限公司	9.71	7.92
	中石油燃料油有限责任公司	8.78	7.16
	青岛盖达石化有限公司	7.44	6.07
	合计	**75.78**	**61.82**
2020 年	二连市高陆对外经济贸易有限责任公司	21.50	24.24
	山东海右石化集团有限公司	21.28	23.99
	中国联合石油有限责任公司	10.42	11.75
	东营齐润化工有限公司	9.63	10.86
	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司	4.08	4.60
	合计	**66.91**	**75.44**

注：上表统计含有贸易
资料来源：公司提供

3.　原材料采购

2020 年，公司原材料采购量同比增长，采购均价同比下降，考虑到原油进口渠道畅通，公司的正常生产经营所需原材料市场供应充足，公司原材料采购集中度仍很高。

跟踪期内，公司在原材料采购流程结算方式上未发生重大调整。公司拥有原油进口配额 195 万吨，2020 年公司原材料采购量为 307.51 万吨，同比增加 10.56%。其中原油采购量为 307.31 万吨，燃料油采购量为 0.20 万吨。从原材料采购价格来看，原油及燃料油采购均价均同比下降，原油和燃料油采购均价分别为 2429.69 元/吨和 3076.42 元/吨。

2020 年，公司原材料采购仍然主要通过原油进口代理商或其他贸易商，原油采购仍为预付或现款方式结算，预付比例根据当时价格以及公司争取货权意愿决定。从供应商集中度来看，公司前五大原材料供应商的采购金额合计占当期采购总额的比重为 75.44%，采购集中度仍很高，2020 年前五大供应商中无公司关联方。二连市高陆对外经济贸易有限责任公司是公司主要的原油进口代理商，山东海右石化集团有限公司是公司 2020 年新合作供应商。

4.　产品销售

2020 年，公司汽油和柴油销量同比下降，沥青销量同比增长；汽油和柴油销售均价小幅增长，沥青销售均价同比下降。公司与关联方的关联交易较大。

从产品来看，汽油、柴油、沥青系公司石油炼化板块的主要产成品。2020 年，公司根据市场需求以及自身经营情况调整产品产销结构，汽油和柴油销量同比减少 10.96%和 25.96%；沥青销量同比增加 91.11%。从价格来看，汽油和柴油销售均价同比增加 3.96%和 7.13%，沥青销售均价同比减少 26.68%。公司销售汽油和柴油价格同比增长，一方面是因为公司开工晚，油价回升后开始销售；另一方面是国家制定成品油零售地板价后，汽柴油的批发价也未大幅下滑。

表7　公司石油炼化主要产品销售情况

产品名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年
汽油	销售均价（元/吨）	6490.55	4554.09	4734.31
	销量（万吨）	30.46	18.71	16.66
	产销率（%）	93.51	63.86	81.98
柴油	销售均价（元/吨）	5851.27	4223.34	4524.28
	销量（万吨）	53.22	31.82	23.56
	产销率（%）	96.28	88.99	87.30

沥青	销售均价（元/吨）	3004.31	4424.60	3243.92
	销量（万吨）	123.73	31.15	59.53
	产销率（%）	96.14	135.79	105.17
燃料油	销售均价（元/吨）	--	4115.04	--
	销量（万吨）	--	2.00	--
	产销率（%）	--	99.85	--
丙烯	销售均价（元/吨）	7026.50	6530.70	6174.08
	销量（万吨）	1.94	3.38	3.58
	产销率（%）	76.56	84.18	93.24
液化气	销售均价（元/吨）	4022.79	4352.54	2736.70
	销量（万吨）	24.75	30.16	6.77
	产销率（%）	97.80	136.00	90.31

资料来源：公司提供

公司以石油炼化板块为核心业务，除自身生产产品外，公司通过自己拥有的原料采购渠道，借助股东海欣控股及关联方拥有的仓储物流、码头港口等较为完善的产业链配套设施，根据市场客户需求开展油品贸易，2020 年公司油品贸易交易额 42.52 亿元，同比减少 18.95%，主要系市场行情不佳，公司贸易量减少以及主要产品交易价格下降所致。

表 8　公司油品贸易交易情况（单位：万吨、元/吨、万元）

交易品种	2018 年			2019 年			2020 年		
	交易量	交易均价	交易金额	交易量	交易均价	交易金额	交易量	交易均价	交易金额
重质油	111.28	3125.00	347786.00	28.05	3350.85	93987.84	--	--	--
原油	21.46	3440.00	73799.00	5.23	3218.80	16841.92	18.50	2315.95	42834.14
混合芳烃	23.11	4508.00	104188.00	--	--	--	33.94	3052.34	103608.66
低硫燃料油	23.55	3669.00	86397.00	116.48	3552.26	413760.80	82.83	3365.41	278758.89
石脑油	0.003	5983.00	19.00	--	--	--			
合计	**179.40**	--	**612189.00**	**149.76**	--	**524590.56**	**135.27**	--	**425201.70**

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司区域集中度较高，仍以山东地区为主，但由于原材料改变，整体产品质量有所提升，通过借助公司东营港码头和仓储优势向北京、江苏、浙江等周边沿海城市延伸，山东集中度下降。

表 9　公司销售区域分布情况（单位：亿元、%）

2018 年			2019 年			2020 年		
区域	金额	占比	区域	金额	占比	区域	金额	占比
山东	130.85	75.39	山东	61.18	55.18	山东	48.07	48.14
辽宁	13.68	7.88	海南	9.46	8.53	上海	28.42	28.46
江苏	9.56	5.51	河北	6.88	6.20	浙江	3.96	3.97
浙江	3.52	2.03	上海	5.96	5.38	河北	2.55	2.55
上海	2.88	1.66	福建	3.55	3.20	北京	2.43	2.43
其他	13.07	7.53	其他	23.84	21.50	其他	14.43	14.45
合计	**173.56**	**100.00**	**合计**	**110.87**	**100.00**	**合计**	**99.86**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，受失信被执行记录影响，公司为避免账上资金被银行划转导致无法正常经营，公司与东营万通鸿启化工销售有限公司（以下简称“万通鸿启”，万通鸿启系公司高管人员控制的关联企业）进行合作，合作分为两种：一种是公司自行销售和采购，万通鸿启只是代为收款和付款，公司与万通鸿启以挂账往来款结算；另一种是公司通过向万通鸿启销售和采购，发生贸易实质，双方正常结算，然后万通鸿启再继续对外销售和采购，形成以万通鸿启作为代销或代为采购的经营模式。这种合作模式导致公司 2020 年底货币资金同比大幅减少，销售回款以应收万通鸿启款项体现。公司与其他客户合作模式和结算方式没有重大变化。

从客户集中度来看，2020 年公司前五大销售客户占公司销售收入比重 53.09%，较上年上升 26.47 个百分点，主要系公司与万通鸿启关联交易较大以及公司与上海芝惠石油化工有限公司交易规模增加所致，2020 年前五大客户中万通鸿启为公司关联方，公司对关联方销售额占比较高。

表10　2019年和2020年公司前五大客户情况
（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售金额	占销售总额比重
2019年	东营利源新能源集团有限公司	18.30	16.51
	上海芝惠石油化工有限公司	4.17	3.76
	东营齐润投资控股有限公司	3.46	3.12
	青岛华锦祥润石油化工有限公司	1.84	1.66
	东营市利通沥青化工有限责任公司	1.74	1.57
	合计	**29.51**	**26.62**
2020年	东营万通鸿启化工销售有限公司	25.71	25.74
	上海芝惠石油化工有限公司	19.01	19.04
	东营齐翰商贸有限公司	3.96	3.97
	上海鑫驰石油化工有限公司	2.79	2.79
	东营齐润投资控股有限公司	1.55	1.55
	合计	**53.02**	**53.09**

资料来源：公司提供

公司炼化业务和油品交易量较大，存在较大规模关联方采购及销售，2020 年公司采购中关联交易占比较上年有大幅下降。公司关联方均没有原油进口代理资质，公司逐渐降低与关联方的采购业务规模。

表11　公司关联交易及往来情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
向关联方出售商品与提供劳务的金额	79.57	20.04	27.52
占收入的比例（%）	45.85	18.07	27.56
向关联方采购商品与接受劳务的金额	88.18	21.82	0.46
占成本的比例（%）	56.00	21.23	0.50

资料来源：公司提供

5.　经营效率

2020年，公司经营效率尚可。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为11.68次、1.95次和0.50次，分别较上年下降9.83次、上升0.34次和上升0.01次。与同行业企业相比，公司经营效率尚可。

表12　同行业企业经营效率对比情况（单位：次）

项目名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
公司	1.95	11.68	0.50
山东岚桥集团有限公司	4.70	6.80	0.49
山东清源集团有限公司	2.26	29.32	0.90

资料来源：Wind

6.　在建工程及未来发展

公司在建工程后续投资支出压力不大，但受资金紧张影响，公司部分在建项目建设缓慢。

公司主要在建项目包括混合烷烃脱氢装置和180万吨/年催化柴油汽油质量升级项目，总投资额24.51亿元，截至2020年底公司已投资22.62亿元，后续投资支出压力不大。受资金紧张，混合烷烃脱氢装置项目短期难以投产；180万吨/年催化柴油汽油质量升级项目已于2016年投入使用，在建工程余额为尚未转固部分及维修发生金额。

表13　截至2020年公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	总投资额	截至 2020 年底已投资额	资金来源
混合烷烃脱氢装置项目	16.25	14.61	银行贷款 10.30 亿元，其余自筹
180 万吨/年催化柴油汽油质量升级项目	8.26	8.01	全部自筹
合计	**24.51**	**22.62**	--

资料来源：公司提供

未来，公司将继续围绕石油炼化业务进行发展，提升油品质量和市场占有率，拓宽销售渠道和采购渠道，利用港口码头优势充分发展炼化板块；依靠输油管线的投产使用，继续拓展港口市场；通过出租加油站的经营权，转移经营风险，快速回笼资金。

九、财务分析

1.　财务概况

公司提供了2020年度财务报告，北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务

报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020年底公司合并范围内子公司有5家，合并范围与2019年底相比，增加1家子公司，为苏伊士新创建万通水务（东营）有限公司，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 194.47 亿元，所有者权益 83.12 亿元；2020 年，公司实现营业收入 99.86 亿元，利润总额 1.37 亿元。

2. 资产质量

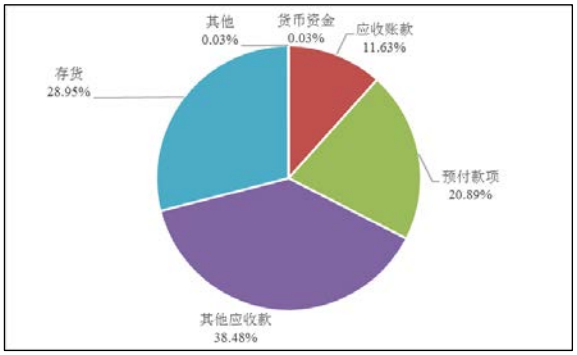
2020年底，受公司与万通鸿启关联交易影响，公司货币资金同比大幅减少，应收账款同比大幅增长；部分在建项目建设缓慢；受限资产占比较高，资产质量一般。

截至2020年底，公司合并资产总额194.47亿元，较上年底减少5.86%。其中，流动资产占69.32%，非流动资产占30.68%。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产134.80亿元，较上年底减少7.05%，主要系货币资金和存货减少所致。公司流动资产主要由应收账款（占11.63%）、预付款项（占20.89%）、其他应收款（占38.48%）和存货（占28.95%）构成。

图5 截至2020年底公司流动资产情况



资料来源：公司提供

截至2020年底，公司货币资金0.04亿元，较上年底减少99.42%，主要系受限的融资业务保证金减少以及偿还债务导致现金流出，同时公司与万通鸿启关联交易导致公司货币资金减少，应收账款增加。受限货币资金15.86万元，其中4.66万元为冻结资金，11.20万元为银行承兑汇票保证金，受限比例为4.45%。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 15.68 亿元，较上年底增长 1008.16%，主要系部分销售业务未结算以及公司与万通鸿启关联交易较大所致。应收账款账面余额 15.73 亿元，累计计提坏账 544.09 万元，计提比例 0.35%。应收账款账龄以 1 年为主，占 90.59%；应收账款前五大欠款方合计账面余额为 15.56 亿元，占比为 98.89%，集中度非常高。

表14 截至2020年底公司应收账款前五大欠款方情况

（单位：亿元、%）

公司名称	款项性质	期末余额	账龄	占应收账款期末余额
东营方通鸿启化工销售有限公司	货款	13.03	1 年以内	82.79
东营市利通沥青化工有限责任公司	货款	1.48	1—2 年	9.38
东营齐润投资控股有限公司	货款	0.61	1 年以内	3.89
山东金顺油品集团有限公司	货款	0.31	1 年以内	2.00
东营道阳石油贸易有限公司	货款	0.13	1 年以内	0.83
合计	--	**15.56**	--	**98.89**

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司预付款项 28.16 亿元，较上年底增长 14.28%，主要系部分批次货物临时未结算导致预付账款金额增大。

截至 2020 年底，公司其他应收款账面价值 51.88 亿元，较上年底减少 2.73%。其他应收款账面余额 52.13 亿元，累计计提坏账准备 2505.57 万元，计提比例 0.48%。其他应收账款账龄在 1 年以内占 5.03%，1 年至 2 年占 92.58%，2 年至 3 年占 0.67%，3 年以上占 1.72%；其他应收账款前五大欠款方合计账面余额为 47.90 亿元，占比为 91.87%，集中度非常高。其他应收款中的往来款均是关联公司的往来，主要系 2019 年公司股东海欣控股调整组织架构，公司部分子公司股权转让至海欣控股形成的往来款。

表15 截至2020年底公司其他应收账款前五大欠款方情况

（单位：亿元、%）

公司名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收账款期末余额
东营海欣港务有限公司	往来款	19.83	1－2年	38.02
山东海欣港务集团有限公司	往来款	11.56	1－2年	22.17
万通海欣控股集团股份有限公司	往来款	9.18	1－2年	17.61
东营海欣仓储有限公司	往来款	6.98	1－2年	13.39
东营海欣船舶服务有限公司	往来款	0.35	1－2年	0.67
合计	--	**47.90**	--	**91.87**

资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司存货39.04亿元，较上年底减少30.85%，存货减少一方面是油品价格较上年度下降，另一方面在国际原油价格下行的趋势下，公司生产所用的原料及产出的产品都保持低库存运转，以避免存货跌价风险。存货主要由原材料（占28.36%）和库存商品（占66.83%）构成，公司未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产59.67亿元，较上年底减少3.06%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占18.78%）、固定资产（占56.05%）、在建工程（占21.09%）构成。

截至2020年底，公司可供出售金融资产11.20亿元，较上年底减少2.56%。可供出售金融资产按成本计量，系对中国民生投资股份有限公司、山东省农信社、中石油昆仑天然气利用东营有限公司及东营市商业银行股份有限公司的投资。可供出售金融资产受限金额10.93亿元，系质押所致。

截至2020年底，公司固定资产33.45亿元，较上年底减少7.07%。固定资产主要由机器设备、房屋建筑物等构成，累计计提折旧24.18亿元；固定资产成新率58.03%，成新率一般。

截至2020年底，公司在建工程12.59亿元，较上年底增长6.87%，主要系混合烷烃脱氢装置和180万吨/年催化柴油汽油质量升级项目增加投资所致。公司未计提跌价准备，由于公司资金紧张，部分在建项目建设缓慢。

截至2020年底，公司受限资产54.12亿元，受限比例27.83%，受限比例较高。

表16 截至2020年底公司受限资产情况

（单位：万元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	15.86	冻结资金、银行承兑汇票保证金
可供出售金融资产	109061.03	质押
无形资产	3840.25	抵押
存货	139064.21	质押
固定资产	200830.54	抵押
在建工程	88149.47	抵押
合计	**541161.35**	--

资料来源：公司财务报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020年，公司所有者权益变化不大，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益83.12亿元，较上年底增长0.84%，变化不大。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益。在所有者权益中，实收资本占15.77%、资本公积占26.82%、其他综合收益占0.05%、专项储备占2.19%、盈余公积占5.72%、未分配利润分别占49.45%。所有者权益结构稳定性一般。

（2）负债

截至2020年底，公司负债规模同比下降，公司债务负担重，且以短期债务为主。

截至2020年底，公司负债总额111.34亿元，较上年底下降10.31%，主要系应付票据减少所致。其中，流动负债占87.00%，非流动负债占13.00%。

截至2020年底，公司流动负债96.86亿元，较上年底下降13.49%，主要系应付票据减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占70.45%）、预收款项（占6.03%）、应交税费（占9.38%）和一年内到期的非流动负债（占7.80%）构成。

截至2020年底，公司短期借款68.24亿元，较上年底增长34.91%，主要系银行融资由票据

转为流动资金借款，票据结算减少，流动资金借款增加所致。公司短期借款系循环借款，大多数通过展期和借新还旧的方式续作业务，不需要做还款处理，在地方政府协调下，抽贷风险较小。

截至2020年底，公司预收款项5.84亿元，较上年底增长3808.94%，主要系部分油品销售业务未结转收入所致。

截至2020年底，公司应交税费9.08亿元，较上年底增长38.34%，一方面是利润增加导致计提所得税增加，另一方面是年底销售增加导致的消费税和增值税增加。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债7.56亿元，较上年底下降35.85%，主要系偿付了部分应付债券所致。

截至2020年底，公司非流动负债14.48亿元，较上年底增长18.91%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占91.10%）、长期应付款（合计）（占8.90%）构成。

截至2020年底，公司长期借款13.19亿元，较上年底增长9.01%；长期借款全部为保证借款。从期限分布看，2022年到期的占46.15%，2023年到期的占16.16%，2024年到期的占16.16%，2025年及以后到期的占21.54%，长期借款到期期限集中在2022年，集中偿付压力较大。

截至2020年底，公司长期应付款1.29亿元，较上年底增长1563.98%，主要系融资租赁还款期延后，无需在一年内偿付，由一年内到期的非流动负债科目调整到长期应付款科目中所致。

截至2020年底，公司全部债务91.21亿元，较上年底下降12.39%，主要系应付票据减少所致。债务结构方面，短期债务占84.12%，长期债务占15.88%，以短期债务为主，其中，短期债务76.73亿元，较上年底减少16.54%；长期债务14.48亿元，较上年底增长18.91%，系公司调整债务结构及部分债务延期所致。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.26%、52.32%和14.84%，较上年底分别下降2.84个百分点、下降3.49个百分点和提高1.96个百分点。从债务期限分布来看，公司债务集中在2021年到期，公司债务负担重。

表 17　截至 2020 年底公司全部债务期限分布情况

（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
银行借款	71.74	6.09	2.13	4.97
债券	4.06	0.00	0.00	0.00
其他	0.93	1.29	0.00	0.00
合计	**76.73**	**7.38**	**2.13**	**4.97**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入同比减少；受益于银行下调利率，公司财务费用大幅减少，公司期间费用控制力度加强；利润总额同比增长。公司各盈利指标较弱。

2020 年，公司实现营业收入 99.86 亿元，同比减少 9.93%；营业成本 92.92 亿元，同比下降 9.59%；营业利润率为 5.66%，同比下降 0.69 个百分点，同比变化不大。

从期间费用看，2020年，公司费用总额为4.53亿元，同比减少38.89%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为2.26%、34.55%和63.19%，以财务费用为主。其中，销售费用为0.10亿元，同比下降88.53%，往年大客户销售由公司负责运输，2020年公司主要面向散户销售，客户采取自提货物方式，不需要公司承担运费；管理费用为1.57亿元，同比下降32.40%，公司为化解债务风险，调整部分管理人员工资薪酬及压缩其他费用；财务费用为2.86亿元，同比下降31.95%，2020年各银行下调公司贷款利率，执行基准利率下浮50%的贷款利率。2020年，公司期间费用率为4.54%，同比下降2.15个百分点，公司费用控制力度有所加强。

非经常损益方面，2020年，公司实现投资收益0.35亿元，同比增长490.44%，主要系可供出售金融资产取得的投资收益增加所致，投资收益占营业利润比重为25.21%，对营业利润影响一般；营业外收入0.02亿元，同比下降2.65%，营业外收入占利润总额比重为1.33%，对利润影

响小；营业外支出0.02亿元，同比下降65.92%，营业外支出占利润总额比重为1.45%，对利润影响不大。

2020年，公司利润总额1.37亿元，同比增长257.96%，主要系油价持续在低位，利润空间较大，以及期间费用大幅下降所致。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.97%和0.63%，同比分别下降0.12个百分点、提高0.50个百分点。公司各盈利指标较弱。

表18　同行业企业盈利能力对比情况（单位：亿元、%）

项目名称	营业收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
公司	99.86	6.95	2.10	0.63
山东岚桥集团有限公司	212.10	12.06	5.39	5.77
山东清源集团有限公司	300.11	8.64	2.99	0.51

资料来源：公司提供

5.　现金流分析

2020年，公司经营活动现金净流入规模同比减少；受理财产品到期赎回影响，投资活动现金流转为净流入；筹资活动现金净流出规模减少。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入114.53亿元，同比下降17.97%，主要系石化板块收入减少所致；经营活动现金流出114.34亿元，同比下降17.92%。2020年，公司经营活动现金净流入0.19亿元，同比下降38.17%，主要系预付货款增加所致。2020年，公司现金收入比为102.12%，同比下降18.69个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入3.65亿元，同比增加5.11亿元，主要系2017年购买的理财产品到期赎回产生的现金流入；投资活动现金流出1.50亿元，同比下降36.26%，主要系在建项目投资支出减少所致。2020年，公司投资活动现金净流入2.15亿元，同比净流出转为净流入。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为2.34亿元，同比增加5.85亿元，主要系投资活动现金净流入所致。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入69.66亿元，同比下降33.03%；筹资活动现金流出72.25亿元，同比下降33.20%。2020年，公司筹资活动现金净流出2.59亿元，净流出规模有所减少，一方面是2020年由山东省政府牵头向银行申请降低公司贷款利率，减少了贷款利息支出，另一方面是银行融资由票据融资改为流动资金借款融资，票据结算减少，流动资金借款增加，导致筹资活动产生的现金流净额增加。

6.　偿债能力

2020年，公司长、短期偿债能力指标整体表现较弱，对外担保事项对公司融资和信誉造成不利影响，但在地方政府积极协调下，公司间接融资渠道得以维持，考虑到政府及股东对公司支持力度大，公司实际偿债能力强于指标值。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的129.52%和79.10%分别提高至139.16%和提高至98.86%，流动资产对流动负债的保障程度有所提高；公司经营现金流动负债比率为0.19%，同比下降0.08个百分点；公司现金短期债务比受现金类资产减少影响从而大幅下降，现金类资产对短期债务的保障程度很弱。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为8.07亿元，同比下降0.91%；EBITDA利息倍数由上年的1.84倍提高至2.77倍；全部债务/EBITDA由上年的12.78倍下降至11.30倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现较弱。

考虑到政府及股东对公司支持力度较大，以及公司现阶段采取的经营结算模式对偿债能力指标测算有较大影响，公司实际偿债能力强于指标值。

截至2020年底，公司对外担保余额为29.78亿元，担保比率为35.83%。其中山东龙源石油化工有限责任公司、山东朕盛能源有限公司、山东科宇能源有限公司和山东鸿基机械科技有限

公司经营情况较差，存在较大代偿风险，这4家被担保企业的合计担保金额为5.01亿元，占期末净资产的6.03%。

表 19　截至 2020 年底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）
东营市利通沥青化工有限公司	54500
东营利源新能源集团有限公司	66138
东营市利源金属建材有限公司	1100
东营海欣仓储有限公司	13000
山东金顺油品集团有限公司	3800
富海集团有限公司	19160
胜利油田大明集团有限公司	63099
东营市港城热力有限公司	7900
东营市港城管网有限公司	2900
东营市大明热源有限公司	16100
山东龙源石油化工有限责任公司	16649
山东朕盛能源有限公司	4000
山东科宇能源有限公司	26480
山东鸿基机械科技有限公司	2990
合计	297816

资料来源：公司提供

截至2021年5月底，因公司担保对象违约，公司有10条被执行记录、2条被失信被执行记录，考虑到公司部分被担保企业经营情况较差，公司诉讼信息或将增加。

表 20　截至 2021 年 5 月底公司失信被执行记录

立案时间	案号	具体情况
2020/3/2	(2020)鲁 05 执 105 号	公司作为山东龙源石油化工有限责任公司 3450 万元借款的保证人，连带偿还申请人借款本金 3440 万元及利息、复利 229.08 万元
2020/3/2	(2020)鲁 05 执 106 号	公司作为山东龙源石油化工有限责任公司 7000 万元借款的保证人，连带偿还申请执行人借款本金 4850 万元及利息、复利 283.17 万元

资料来源：中国执行信息公开网

截至2020年底，公司已获银行授信总额79.12亿元，未使用授信额度1.48亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7.　母公司财务分析

母公司负责石油化工业务，整体债务负担重。

截至2020年底，母公司资产总额167.53亿元，较上年底减少5.78%。其中，流动资产135.91亿元（占比81.12%），非流动资产31.62亿元（占比18.88%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占11.58%）、预付款项（占19.72%）、其他应收款（合计）（占42.93%）、存货（占25.75%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占35.43%）、长期股权投资（占40.84%）、固定资产（占10.02%）、在建工程（占11.61%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为0.02亿元。

截至2020年底，母公司负债总额101.68亿元，较上年底减少10.73%。其中，流动负债100.59亿元（占98.93%），非流动负债1.09亿元（占比1.07%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占66.60%）、其他应付款（占6.89%）、预收款项（占5.85%）、一年内到期的非流动负债（占7.52%）构成，非流动负债主要由长期借款（占100.00%）构成。母公司2020年底资产负债率为60.70%，较2019年底下降3.37个百分点。截至2020年底，母公司全部债务76.57亿元。其中，短期债务占98.58%、长期债务占1.42%。母公司全部债务资本化比率53.77%，母公司债务负担重。

截至2020年底，母公司所有者权益为65.84亿元，较上年底增长3.04%。在所有者权益中，实收资本为13.11亿元（占19.90%）、资本公积合计0.10亿元（占0.15%）、未分配利润合计45.69亿元（占69.39%）、盈余公积合计5.40亿元（占8.21%）。

2020 年，母公司营业收入为 99.83 亿元，利润总额为 2.53 亿元。同期，母公司投资收益为 0.35 亿元。

现金流方面， 2020 年，母公司经营活动现金流净额为-0.78 亿元，投资活动现金流净额 2.79 亿元，筹资活动现金流净额-2.08 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司存续债券余额较小，EBITDA和经营活动现金流入量对存续债券保障程度较好。

截至2021年5月底，公司存续债券待偿本金2.37亿元。2020年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为8.07亿元、114.53亿元、0.19亿元，为公司存续债券待偿还本金的3.41倍、48.32倍和0.08倍。公司存续债券余额较小，EBITDA和经营活动现金流入量对存

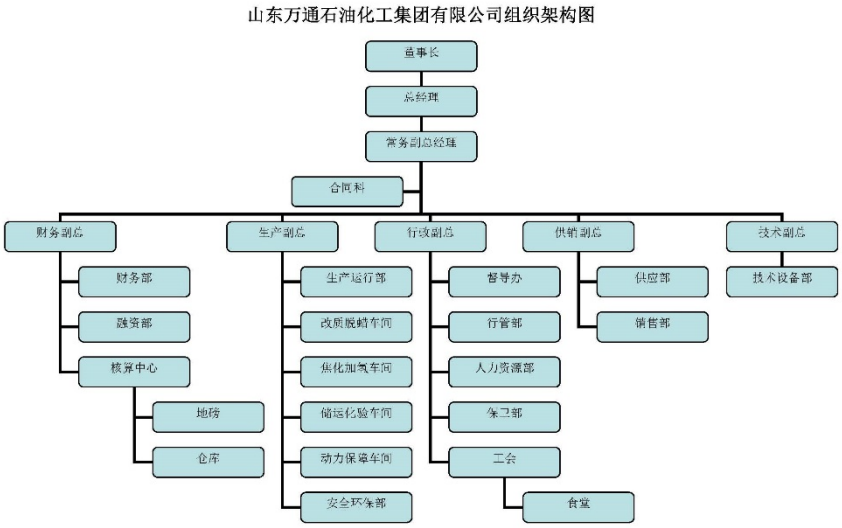
续债券保障程度较高。

考虑到公司实际控制人王军先生为“PR鲁通02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。此外，本期债券抵押物账面价值很高，对本期债券覆盖程度很高。同时，本期债券约定的分期偿还方式进一步分散了公司偿付压力。综合上述分析，本期债券到期不能偿还的风险很低。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{-}，并维持“PR 鲁通 02”的信用等级为 AA^{-}，评级展望为负面。

附件 1-1　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	山东万通集团垦利金顺油品有限公司	润滑油、汽柴油零售	11800	100
2	山东万通石油化工集团淄博有限公司	石油化工生产	3400	100
3	东营利源环保科技有限公司	石油化工生产	76000	99.99
4	万通（新加坡）能源有限公司	石油贸易	4507万美元	100
5	苏伊士新创建万通水务（东营）有限公司	水污染治理服务	100	100

资料来源：公司财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.56	6.17	0.04
资产总额（亿元）	241.96	206.57	194.47
所有者权益（亿元）	79.59	82.43	83.12
短期债务（亿元）	93.60	91.94	76.73
长期债务（亿元）	43.70	12.18	14.48
全部债务（亿元）	137.30	104.11	91.21
营业收入（亿元）	173.56	110.87	99.86
利润总额（亿元）	7.07	0.38	1.37
EBITDA（亿元）	19.28	8.14	8.07
经营性净现金流（亿元）	6.96	0.30	0.19
财务指标			
销售债权周转次数（次）	18.73	21.51	11.68
存货周转次数（次）	2.17	1.61	1.95
总资产周转次数（次）	0.71	0.49	0.50
现金收入比（%）	114.43	120.81	102.12
营业利润率（%）	8.52	6.34	5.66
总资本收益率（%）	4.53	2.10	1.97
净资产收益率（%）	5.44	0.13	0.63
长期债务资本化比率（%）	35.45	12.87	14.84
全部债务资本化比率（%）	63.30	55.81	52.32
资产负债率（%）	67.11	60.10	57.26
流动比率（%）	106.28	129.52	139.16
速动比率（%）	45.94	79.10	98.86
经营现金流动负债比（%）	5.88	0.27	0.19
现金短期债务比（倍）	0.21	0.07	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	3.38	1.84	2.77
全部债务/EBITDA（倍）	7.12	12.78	11.30

注：公司长期应付款中有息债务计入长期债务核算

资料来源：公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	18.18	4.97	0.02
资产总额（亿元）	167.31	177.81	167.53
所有者权益（亿元）	55.77	63.90	65.84
短期债务（亿元）	37.48	88.75	75.48
长期债务（亿元）	18.49	0.00	1.09
全部债务（亿元）	55.97	88.75	76.57
营业收入（亿元）	152.14	106.57	99.83
利润总额（亿元）	7.16	8.27	2.53
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	6.64	0.28	-0.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	31.85	143.53	11.59
存货周转次数（次）	3.05	2.08	2.12
总资产周转次数（次）	0.87	0.62	0.58
现金收入比（%）	114.36	121.92	104.35
营业利润率（%）	6.78	5.70	5.81
总资本收益率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	8.42	10.58	2.56
长期债务资本化比率（%）	24.90	0.00	1.63
全部债务资本化比率（%）	50.09	58.14	53.77
资产负债率（%）	66.66	64.06	60.70
流动比率（%）	133.03	128.09	135.10
速动比率（%）	86.28	82.08	100.31
经营现金流动负债比（%）	7.13	0.25	-0.78
现金短期债务比（倍）	0.49	0.06	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

资料来源：公司财务报告

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。